

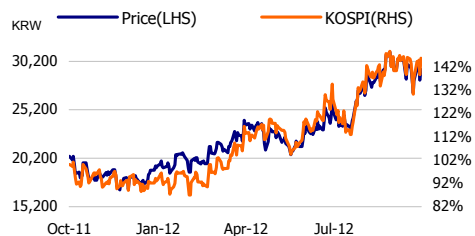
Target price raised

Korea / Hotel & Leisure	
29 October 2012	BUY
목표주가	36,000 원
현재주가 (26 Oct 2012)	29,350 원
Upside/downside (%)	22.7
KOSPI	1891.43
시가총액 (십억원)	1,815
52 주 최저/최고	16,000/ 31,900
일평균거래대금 (십억원)	13.5
외국인 지분율 (%)	21.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E	Dec-14E
매출액 (십억원)	525	561	648	699
영업이익 (십억원)	135.2	160.0	186.9	201.8
당기순이익 (십억원)	63.3	151.9	142.4	154.2
EPS (원)	1,023	2,456	2,302	2,492
EPS 성장률 (%)	(11.5)	140.0	(6.2)	8.2
P/E (x)	17.8	12.0	12.7	11.8
P/B (x)	5.1	5.2	4.3	3.6
EV/EBITDA (x)	5.7	8.1	6.8	5.9
배당수익률 (%)	2.8	4.1	3.9	4.1
DPS (원)	512	1,200	1,150	1,200
ROE (%)	29.7	53.1	37.0	33.5

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(1.5)	13.3	39.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	3.0	7.2	39.3

정우철, Analyst

3774 6708 wc.jeong@miraeasset.com

우윤철

3774 6934 davis.woo@miraeasset.com

GKL (114090 KS)

한국에서 중국 모멘텀을 즐기자

GKL의 목표주가를 기존의 33,000 원에서 36,000 원으로 상향조정하며, 투자 의견 BUY를 유지함. 이는 동사의 성장엔진으로 작용하고 있는 중국 방문객들의 높은 증가 추세가 2013년에도 유지될 것으로 판단되며, 면세사업, 제주카지노 등 신규 사업 확장을 통해 향후 추가 모멘텀이 기대되기 때문임. 또한 동사는 올 4/4 분기에 법인세를 300 억원 이상 환급 받을 것으로 기대됨. 따라서 동사의 2012년 EPS는 전년대비 140% 증가할 것으로 보이며, 2012년 현금 배당액도 동기간 134.4% 증가한 1,200 원에 달할 것으로 판단됨. 또한 2013년 중국의 경제 성장성이 더욱 확대될 것으로 보이며, 위안화 강세에 따른 수혜도 기대됨. 동사의 목표주가는 2013년 엔터테인먼트 업종 평균 PER 15.5 배를 적용하여 산출함.

홀더를 하락으로 3/4 분기 매출액 및 영업이익 각각 1.9%, 9.6% 감소 추정

동사의 2012년 3/4 분기 방문자는 전년동기 대비 4% 상승했으나, VIP 방문객은 20%대의 높은 성장을 보인 것으로 추정됨. 이는 동사의 영업전략이 일본 그룹 방문객에서 중국 VIP 방문객 중심으로 이동하고 있기 때문임. 이러한 VIP 방문객 증가에 따라 동사의 3/4 분기 드롭액은 전년 동기 대비 18.1% 증가한 9,900 억원에 달한 것으로 보임. 그러나 3/4 분기 홀더들은 동기간 3.0ppt 하락한 13.4%에 불과했으며, 이에 따라 동사의 3/4 분기 매출액 및 영업이익은 전년동기 대비 각각 1.9%, 9.6% 하락한 1,350 억원, 378 억원에 달할 것으로 추정됨. 그러나 이러한 실적 부진은 일시적인 홀더를 하락이 원인이라는 점에서 우려할 수준이 아니라고 판단되며, 방문객과 드롭액의 증가 추세가 유지되고 있다는 점에서 장기 성장 스토리는 유효함. 특히 동사의 10월 드롭액은 전년동월 대비 20%대의 높은 성장을 보이고 있으며, 홀더율도 14% 중반에서 유지되고 있다는 점에서 4/4 분기에는 실적이 회복될 것으로 기대됨.

중국 등 외국인 방문객 증가세 지속될 전망

국내 외국인 방문객은 큰 폭으로 증가하고 있음. 지난 2012년 9월 외국인 방문객은 전년동월 대비 8.8% 증가한 98.7만명이었으며, 2012년 9월까지의 누계 방문객은 전년대비 18.9% 증가한 843.7만명이었음. 주요 국가별로 보면 2012년 9월 중국 방문객은 전년동월 대비 22.4% 증가한 28.3만명이었으며, 9월까지의 누계 중국인 방문객은 전년대비 29.0% 증가한 215.6만명이었음. IMF의 전망에 따르면 2013년 중국의 성장성이 확대될 것으로 보인다는 점에서 중국 방문객들의 높은 증가 추세는 당분간 유지될 것으로 판단됨. 반면에 일본인의 9월 방문객은 전년동월 대비 3.8% 감소한 30.9만명이었으나, 9월 누계로 보면 19.6% 증가한 277.2만명이었음. 9월 일본 방문객이 소폭 감소한 것은 독도 영유권 분쟁에 따른 것으로 보이나, 과거 경험을 고려해보면 영유권 이슈에 따른 방문객 감소는 일시적인 것으로 판단됨.

2012년 4/4 분기에 법인세 환급 받을 전망

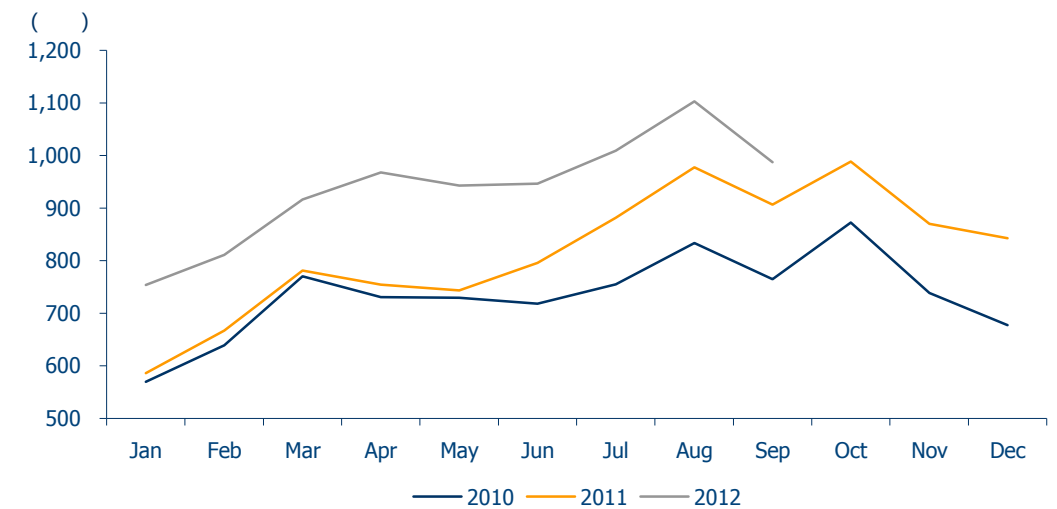
동사는 지난 2011년 1/4 분기 국세청으로부터 법인세를 288 억원 추가로 추정당함. 이는 지난 2006년부터 2009년까지 동사의 콤프 등 일부 비용을 인정받지 못했기 때문임. 동사는 고객에 대한 콤프를 그룹 기준으로 제공했으나, 국세청이 이를 개별 고객 기준으로 처리함에 따른 이견이 발생했기 때문임. 그러나 동사는 이를 조세 심판 청구를 통해 대응해왔으며, 이에 따른 결과가 올 4/4 분기에 발표될 것으로 보임. 카지노 업계의 그룹 기준 콤프 처리는 오래된 관행이라는 점에서 동사는 법인세를 환급 받을 수 있을 것으로 판단됨. 동사는 법인세 추정금과 세무조정액 등을 포함해 300 억원 이상 환급 받을 것으로 기대됨. 따라서 동사의 2012년 4/4 분기 순이익은 전년동기 대비 265.9% 증가한 641 억원에 달할 것으로 전망됨.

Figure 1 GKL의 3/4분기 영업실적 추정 (K-IFRS 개별기준)

(, %, ppt)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	q-q	y-y
	137.6	118.5	145.0	128.5	135.0	5.1	(1.9)
	41.8	23.6	43.8	35.6	37.8	6.1	(9.6)
	30.9	17.5	35.3	24.3	28.1	15.6	(8.8)
	30.4	19.9	30.2	27.7	28.0	0.3	(2.4)
	22.4	14.8	24.3	18.9	20.8	1.9	(1.6)

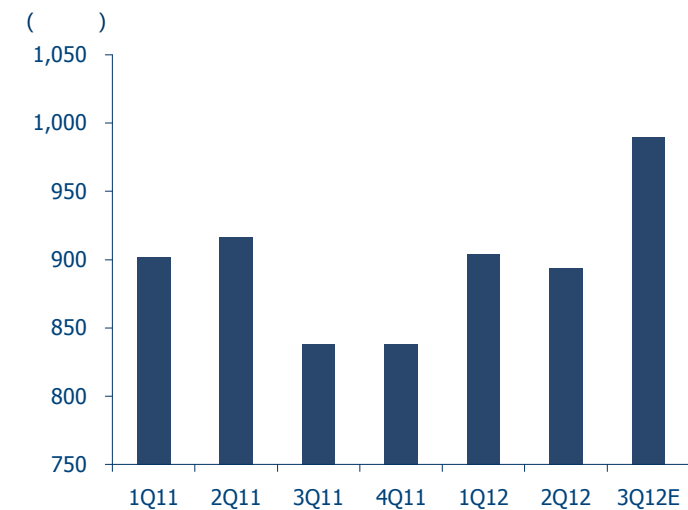
자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 국내 외래 입국객 추이



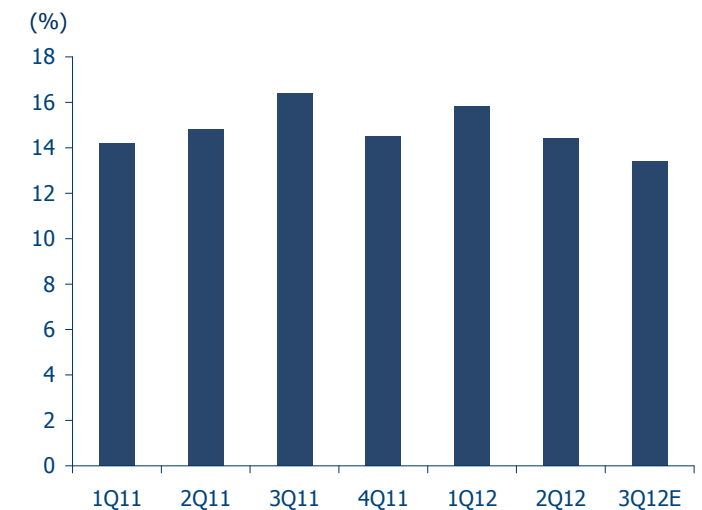
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 GKL의 드롭액 추이



자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 GKL의 홀드율 추이



자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 36,000 원으로 상향조정, 투자 의견 BUY 유지

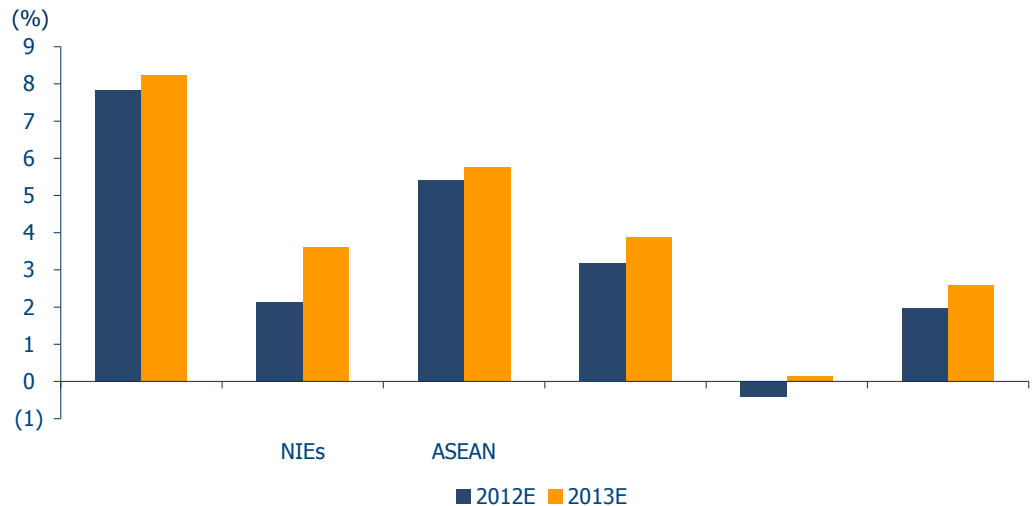
동사에 대한 목표주가를 기존의 33,000 원에서 36,000 원으로 상향조정하며, 투자 의견 BUY 를 유지함. 이는 동사의 성장엔진으로 작용하고 있는 중국의 고성장이 2013 년에도 유지될 것으로 보이며, 이에 따라 중국인들의 국내 방문객 증가 추세가 유지될 것으로 판단되기 때문임. 또한 동사는 제주도카지노, 면세점, 선상카지노 등의 신규 사업을 추진하고 있으며, 올 연말부터 신규사업들이 구체화될 것으로 기대됨. 따라서 동사의 2013 년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 15.5%, 16.9% 증가한 6,478 억원, 1,869 억원에 달할 것으로 전망됨. 특히 동사의 사업 특성상 글로벌 경기에 큰 영향을 받지 않고 있다는 점에서 사업안정성이 매우 높으며, 중국 위안화 상승에 따른 수혜도 예상됨. 또한 법인세 환급에 따라 동사의 2012 년 현금 배당은 전년대비 134.4% 증가한 1,200 원에 달할 것으로 기대됨. 동사의 목표주가는 2013 년 엔터테인먼트 업종 PER 15.5 배를 적용하여 산출함.

Figure 5 GKL 의 연간 영업실적 전망 (K-IFRS 개별기준)

(, %, ppt)					가		
	2010	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
	3,490.1	3,494.4	3,837.0	4,402.6	0.1	9.8	14.7
	13.6	14.9	14.5	14.5	1.4	(0.4)	(0.0)
	528.5	524.9	561.0	647.8	(0.7)	6.9	15.5
	95.6	135.2	160.0	186.9	41.5	18.3	16.9
	71.5	63.3	151.9	142.4	(11.5)	140.0	(6.2)
	18.1	25.8	28.5	28.9	7.7	2.8	0.3
	13.5	12.1	27.1	22.0	(1.5)	15.0	(5.1)

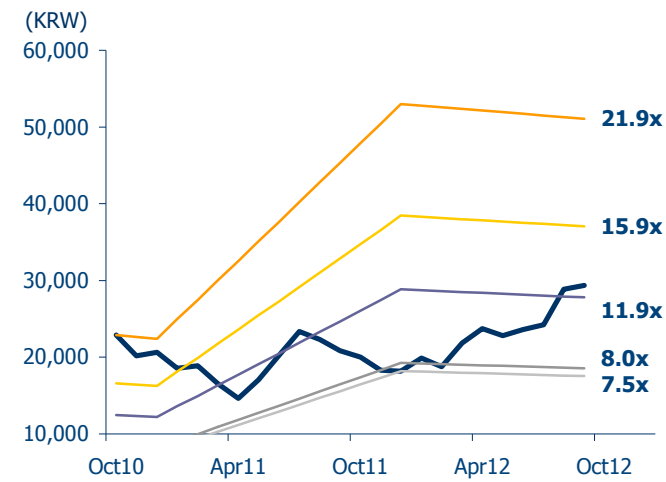
자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 IMF 의 2012~13 년 주요 지역의 경제 성장률 전망



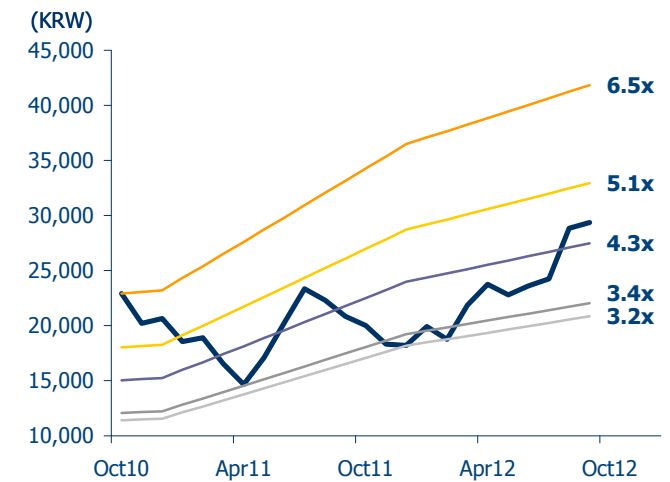
자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 GKL 의 12M Forward P/E band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 GKL 의 12M Forward P/B band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 글로벌 카지노 업체 Peer valuation

Company		Kangwon Land	GKL	Paradise	MGM China	Sands China	Wynn China	SJM Holdings	Galaxy Ent.
Code		035250 KS	114090 KS	034230 KS	2282 HK	1928 HK	1128 HK	880 HK	27 HK
Target price (KRW)		28,000	36,000	20,000	-	-	-	-	-
Rating		HOLD	BUY	BUY	-	-	-	-	-
Price change (YTD, %)		(11.9)	59.5	117.6	47.8	36.7	15.1	39.5	88.2
Share price (KRW, US\$)		24,750	29,350	18,450	1.8	3.9	2.9	2.3	3.5
Market cap. (KRW tn, US\$ bn)		5.3	1.8	1.7	7.0	31.2	15.0	12.5	14.5
Revenue (KRW bn, US\$ m)	FY11	1,265.7	524.9	358.3	2,576.0	4,860.5	3,814.2	9,915.2	5,158.9
	FY12E	1,345.2	561.0	438.4	2,837.6	6,587.6	3,815.1	10,239.4	7,370.6
	FY13E	1,398.9	647.8	516.9	3,045.8	8,322.4	4,106.5	11,026.4	8,037.2
Operating profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	488.5	135.2	50.5	524.2	1,194.8	851.9	713.0	478.5
	FY12E	451.3	160.0	108.0	569.1	1,494.2	901.9	836.6	972.7
	FY13E	477.3	186.9	134.2	614.0	2,010.3	998.8	952.0	1,110.0
Operating margin (%)	FY11	38.6	25.8	14.1	20.3	24.6	22.3	7.2	9.3
	FY12E	33.5	28.5	24.6	20.1	22.7	23.6	8.2	13.2
	FY13E	34.1	28.9	26.0	20.2	24.2	24.3	8.6	13.8
Net profit (KRW bn, US\$ m)	FY11	381.2	63.3	23.3	484.0	1,096.1	797.6	705.3	411.8
	FY12E	353.8	151.9	90.9	582.9	1,282.1	855.6	843.0	918.9
	FY13E	372.6	142.4	109.0	604.7	1,864.0	946.7	954.2	1,050.4
Net margin (%)	FY11	30.1	12.1	6.5	18.8	22.6	20.9	7.1	8.0
	FY12E	26.3	27.1	20.7	20.5	19.5	22.4	8.2	12.5
	FY13E	26.6	22.0	21.1	19.9	22.4	23.1	8.7	13.1
EPS (KRW, US\$)	FY11	1,782	1,023	257	0.13	0.14	0.14	0.13	0.11
	FY12E	1,654	2,456	999	0.16	0.16	0.17	0.15	0.22
	FY13E	1,742	2,302	1,198	0.16	0.23	0.18	0.17	0.25
BPS (KRW, US\$)	FY11	10,542	3,578	6,045	0.16	0.66	0.13	0.38	0.39
	FY12E	11,320	5,665	6,982	0.20	0.74	0.15	0.45	0.65
	FY13E	12,232	6,767	7,930	0.29	0.84	0.22	0.51	0.89
PER (x)	FY11	15.3	17.8	32.7	14.3	28.1	20.1	17.5	33.0
	FY12E	15.0	12.0	18.5	11.8	23.6	17.6	14.8	15.7
	FY13E	14.2	12.7	15.4	11.4	16.6	15.9	13.2	13.7
PBR (x)	FY11	2.6	5.4	1.4	11.2	5.9	21.6	5.9	8.8
	FY12E	2.2	5.2	2.6	9.1	5.2	19.6	5.0	5.4
	FY13E	2.0	4.3	2.3	6.4	4.6	13.4	4.4	3.9
EV/EBITDA (x)	FY11	8.5	5.7	9.3	10.9	21.6	14.3	11.6	21.6
	FY12E	8.0	8.3	10.1	10.0	17.2	14.2	10.5	12.1
	FY13E	7.4	6.9	7.7	9.3	13.1	13.0	9.4	10.8
ROE (%)	FY11	17.5	29.7	4.3	117.4	22.2	130.0	36.6	29.2
	FY12E	15.1	53.1	15.3	82.9	22.6	128.1	35.2	38.5
	FY13E	14.7	37.0	16.1	61.6	29.1	101.9	35.4	31.1
ROA (%)	FY11	14.3	17.8	3.3	31.5	11.9	37.7	17.8	10.9
	FY12E	12.6	33.8	12.1	34.6	13.0	34.6	19.2	17.5
	FY13E	12.4	25.4	12.9	30.6	17.3	31.1	19.6	17.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 강원랜드, GKL, 파라다이스는 최근 발간된 리포트 기준의 미래에셋증권 리서치센터 추정임; 주가는 10 월 26 일 종가 기준임

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	525	561	648	699
매출원가	(357)	(353)	(402)	(433)
매출총이익	168	208	246	266
판매비와관리비	(31)	(48)	(59)	(64)
영업이익 (조정)	137	160	187	202
영업이익	135	160	187	202
순이자손익	5	9	8	9
지분법손익	0	0	0	0
기타	(5)	(7)	(8)	(8)
세전계속사업손익	135	161	187	203
법인세비용	(72)	(9)	(45)	(49)
당기순이익	63	152	142	154
당기순이익 (지배주주지분)	63	152	142	154
EPS (원)	1,023	2,456	2,302	2,492
EPS (지배주주지분, 원)	1,023	2,456	2,302	2,492

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	(0.7)	6.9	15.5	7.9
매출총이익 증가율	29.9	23.6	18.4	7.9
영업이익 증가율	41.5	18.3	16.9	8.0
당기순이익 증가율	(11.5)	140.0	(6.2)	8.2
EPS 증가율	(11.5)	140.0	(6.2)	8.2
매출총이익률	32.0	37.0	38.0	38.0
영업이익률	25.8	28.5	28.9	28.9
당기순이익률	12.1	27.1	22.0	22.1

자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	116	188	160	171
당기순이익	63	152	142	154
유무형자산상각비	20	16	14	13
기타	81	18	0	0
운전자본증감	(47)	1	3	3
투자현금	(131)	(82)	(21)	(22)
자본적지출	(8)	(6)	(9)	(10)
기타	(123)	(75)	(11)	(12)
재무현금	(53)	(27)	(74)	(71)
배당금	(32)	(23)	(74)	(71)
자본의증가 (감소)	-	-	-	-
부채의증가 (감소)	(21)	(4)	-	-
기초현금	203	135	214	279
기말현금	135	214	279	356

자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	275	409	483	570
현금및현금성자산	135	214	279	356
단기금융자산	127	178	185	192
매출채권	8	12	13	15
재고자산	3	3	4	4
기타유동자산	2	2	2	2
비유동자산	101	115	114	115
유형자산	35	26	24	23
투자자산	3	23	24	25
기타비유동자산	63	65	66	67
자산총계	376	524	597	685
유동부채	146	166	170	175
매입채무	12	31	34	38
단기금융부채	7	7	7	7
기타유동부채	127	128	130	131
비유동부채	9	7	8	8
장기금융부채	4	0	0	0
기타비유동부채	5	7	8	8
부채총계	155	173	178	183
지배주주지분	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	221	350	419	502
BVPS (원)	3,578	5,665	6,767	8,109

자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	29.7	53.1	37.0	33.5
총자산이익률 (%)	17.8	33.8	25.4	24.1
재고자산 보유기간 (일)	4.7	3.3	3.1	3.2
매출채권 회수기간 (일)	7.6	6.4	7.1	7.2
매입채무 결제기간 (일)	16.6	22.3	29.5	30.2
순차입금/자기자본 (%)	(114)	(110)	(109)	(108)
이자보상배율 (x)	(25.8)	(18.7)	(23.5)	(23.5)

자료: GKL, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (2개월 기준)

Buy : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 작성자 : 정우철, 우윤철

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart

